

Discussion:

The Effects of Misperceived Managerial Skill: Evidence from Chinese Mutual Funds

蔡越(学習院大学)

論点

- 投資家の誤評価によって、投資信託の高いフィーが説明できるか
 - 中国のアクティブ株式投資信託
 - 洗練されていない投資家
 - リスク調整はできない
 - ファンドの数は多く競争は激しい
 - パフォーマンスは不芳
 - しかし、高いままのフィー
 - 市場力（超過フィー）と投資家効用を調べる

過去パフォーマンス追及

分析と結果

- **フィーは、過去パフォーマンスの増加関数**
 - 過去パフォーマンスがフィーに先行
- **fund需要は、**
 - **フィーの減少関数**
 - **過去パフォーマンスの増加関数**
 - $\alpha(\text{skill})$ とFRR (Factor-related Return) の区別なし

分析と結果

- fundの市場力 ($\frac{fee-Cost}{Cost}$)
 - 過去パフォーマンスの増加関数
- 投資家が α のみを評価すると仮定した均衡
 - FRRに支払うフィーが減る
 - ⇒ 投資家厚生のかなきな向上



- 情報開示と投資家リテラシー向上が重要

コメント1: 有意義な論点と結果

- フィーを投資家行動に結びつけて説明
 - IOのモデルを応用した新規性のあるアプローチ
 - 仮想的状況も分析
 - 推定された需要関数の性質は興味深い
 - 米国や日本等, 他市場でも行いたい

コメント2: 有意義な実証

- 投信研究に厚みを与えた
 - 洗練されていない投信投資家の行動
 - 市場毎に異なる (Ferreira et al., 2012など)
 - フィーとパフォーマンスの関係 (先行性)
 - 単純な線形ではない (Navone, 2012など)
 - フロー/フィーも単純ではない

コメント3: 資金フローは？

Closed end fund?

- 残高(シェア) = 投資家需要？
 - 多くの先行研究は, フローから投資家行動を分析
 - パフォーマンスや商品性の変更に対する反応はフローが望ましい
 - モデルの想定は, 情報や価格が変化しない市場で消費者が同時に商品を選択するもの ← 投信市場は異なる
 - 過去リターンによるシェア変化を投資家の選択とみるのは現実的ではない
 - ⇒ 需要が過去リターンの増加関数となるのは当然？
 - 残高とフローと両方やってみるのがよい？
 - もしくは, シェア = 投資家需要を正当化する説明を

コメント4: フィーによる調整？

- 中国ではフィーは後決め？

内生性は？

- リターン実現 \Rightarrow フィー設定, の想定

$$(4) \text{ fee}_{i,t} = \alpha R_{j,t-1} + x'_{j,t} \beta + \dots$$

- (日本)フィーは固定 \Leftarrow 価格とは違う

- 現実には割引等はある, 変わるのはフローと残高
 - 決算データで実際のフィーがわかる場合はある



- 中国市場の慣行を説明

- $\text{fee}_{i,t}$ のファンド毎の時系列変化を示す

コメント5: 拡張

- CAPM
 - Berk and van Binsbergen (2016), Barber et al.(2016) , Ben-David et al.(2022)
- Passive fund
 - Return chasingはあるはず
 - 差別化が少ないPassive fundでFRRへの需要推定
 - FRRを得るpassive fundは中国市場で投資可能？
- 投資家反応は一様ではない
 - 目立つものを追い, 極端に反応し, feeへの反応も異なる
 - 非線形性を考慮した需要関数

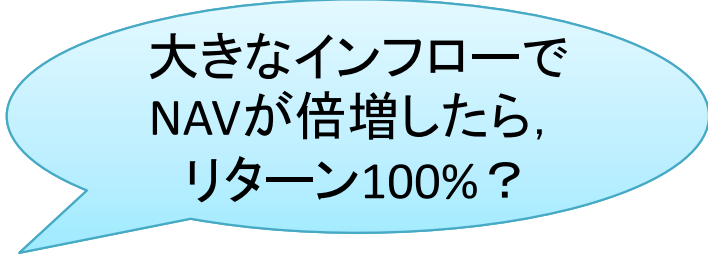
コメント6: 拡張

- 過去フローを考慮した需要推定
 - ファンド選択に最も効くのは, 過去フロー
- 対象ファンドの拡張
 - 海外ファンド, 債券ファンド
 - 新しいfund
 - リターンは観測できないが, シェアは分かる
- 外れ値, 歪への対応
 - サイズやフローには大きな歪, 処置が必要(日本)

コメント7: 追加説明

- 初出の用語には説明が必要

- FRR, n^S , . . .



大きなインフローでNAVが倍増したら、リターン100%？

- リターンの取扱い

$$R_t = \frac{NAV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}}$$

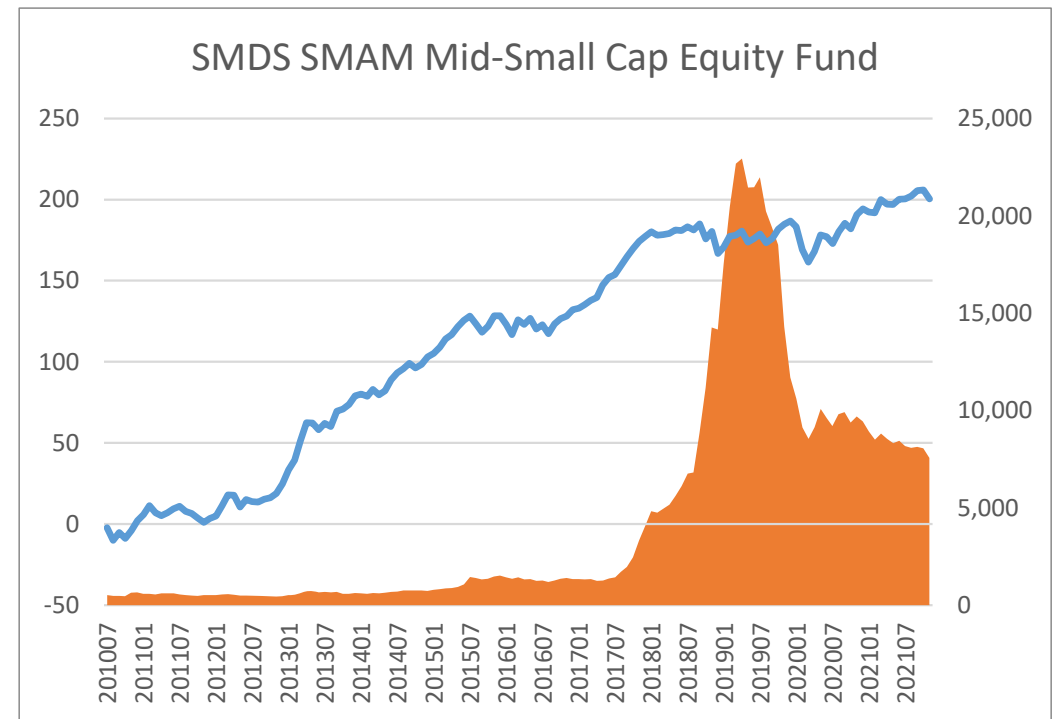
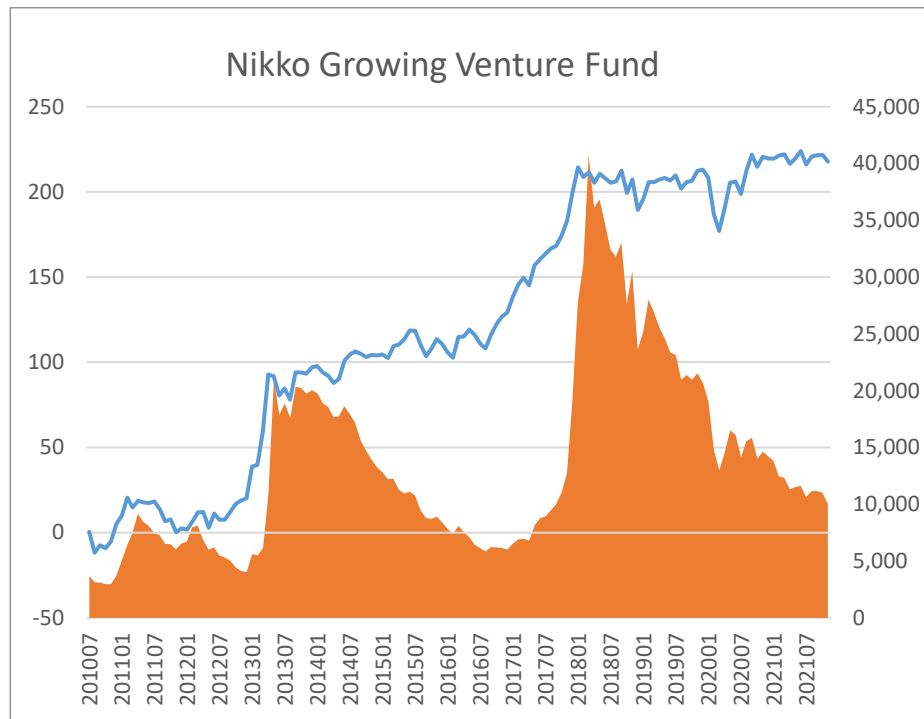
- NAVの変化であり, フローを考慮しないのはなぜか
 - 年次と月次があるが, 使い分けが不明
 - 無リスク金利は3ヶ月もの

- 説明がない

- Table 4の(3)
 - Table 3,5,6の回帰式
 - fund familyの構造やfund間競争の設定, など

NAV変化≠リターン

- 日本のアクティブファンドのリターンとファンド残高の例



コメント8: typoなど

- θ, β が混在している
- m を二重に用いている
- Nevo(2000, 2001)が参考文献リストにない
- Table 7の説明は逆？

$$f^* - f = \theta_1 \alpha + \theta_2 FRRs + \dots, \quad \theta_1 < 0, \theta_2 > 0$$

- (p.21)FRRが大きいと f^* が大きく減り, α が大きいと減りは少ない

まとめ

- 優れた着眼点と意欲的アプローチ
 - 洗練されていない投資家に関する重要な論点と実証結果
 - 新規性あるアプローチで興味深い新たな結果
- 課題
 - モデルの前提と限界を丁寧に明示する
 - 文章としての質を上げる